# 新时代证券-研究所晨报（20200608）



## ● 总量研究

### 宏观经济：外需冲击兑现，结构分化明显

总量上，全球经济衰退对出口的冲击以一种相对温和的方式兑现。5 月出口金额同比减少 3.3%，前值为 3.5%，从环比增速看，5 月出口表现弱于季节性，4 月则是基本符合季节性。从总量上来看，全球经济衰退对中国出口的冲击开始兑现，不过在幅度上，和可比经济体相比，目前这种冲击相对温和，4-5 月韩国出口同比降幅均超过 20%，5 月越南出口同比下降 14%。

### 策略研究：6 月转乐观

5 月我们持续提示尾部风险，这个风险在两会后出现了，但幅度小于我们的预期，主要是因为经济恢复速度比我们预期的更快。虽然短期经济的恢复并不能代表长期趋势，但很有可能持续到至少 3 季度。6 月我们认为可以逐步转向乐观。进入三季度后，除了中美关系之外，可能很难找到利空了，所以我们认为，6 月出现较大尾部风险的概率在下降，如果出现小级别的调整则是进场的时点，三季度可能会有指数行情。

## ● 公司研究

### 生益科技： 5G 及汽车电子催化高端放量，高频覆铜板护航龙头成长

公司为覆铜板龙头，技术护城河奠定良好盈利水平。公司主营覆铜板、粘结片及 PCB，是中国内地最大、全球第二的覆铜板生产企业。身为行业龙头，公司具备规模和技术优势，在高频高速领域积累深厚，高端产品占比持续加大，有效改善营收结构，盈利能力居于行业前列。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.86、1.10 和 1.32 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 32.96、25.90 和 21.55 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## ● 行业研究

### 传媒在线阅读跟踪专题报告三：免费以内容及渠道为竞争力，巨头以 IP 版权构建生态

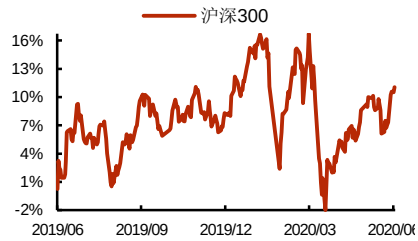
结合互联网流量和内容生态，阅文集团、掌阅科技、中文在线显著受益。阅文集团为 IP 运营龙头，加强与腾讯联动有望推动 IP 联动和内容生态发展。阅文网文内容生态叠加腾讯渠道推广实力，未来加强免费阅读具备潜力。掌阅科技免费阅读实践成功，得间小说系统成熟，自有资源丰富，输出海量免费阅读内容。掌阅版权产品涵盖阅读、影视、游戏等，2019 年营收同比增长 91.17%。中文在线凭借自有网文平台，为免费阅读提供大量优质内容。版权衍生丰富，旗下子公司鸿达以太是全国最大的有声内容提供商，Chpaters 为全球最大视觉小说平台，且公司具备影视业务，参与影视剧出品。

**风险提示：疫情二次爆发；新兴市场债务风险。**

**樊继拓（分析师）**
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

**张美慧（联系人）**
zhangmeihui@xsdzq.cn
证书编号：S0280117090011

**大盘走势图**




**行业涨跌幅（日度）**

| 涨跌幅前五 | | 涨跌幅后五 | |
|---|---|---|---|
| 休闲服务 | 3.5% | 农林牧渔 | -2.01% |
| 交通运输 | 1.68% | 商业贸易 | -1.41% |
| 传媒 | 1.18% | 建筑材料 | -0.82% |
| 电子 | 0.95% | 纺织服装 | -0.79% |
| 医药生物 | 0.74% | 钢铁 | -0.54% |

**相关报告**

《5 月乘用车市场持续回暖，重卡销量表现再超市场预期》2020-06-07

《央行创新直达实体经济的货币政策工具，对银行利润影响几何？》2020-03-21

《电子行业周报：消费电子板块迎爆发》2020-06-07

《服务器市场需求回暖再印证》2020-06-07

《2019 年生态环境质量总体改善，建议关注细分行业龙头》2020-06-07

《外需冲击兑现，结构分化明显》2018-03-15

《新能源车海内外共振景气向上，可再生能源省级消纳责任权重下发》2020-06-07

《6 月转乐观》2020-06-07

《“地摊经济”成为新热点，电商巨头加码“618 购物狂欢节”》2020-06-07

《紧跟 5G 应用发展趋势，当下应加大配置传媒低估个股》2020-06-07

《近期全球经济两个重要边际变化》2020-06-07

《看好注塑机、苹果产业链复苏、5G 基站刺激机床需求》2020-06-07

《离岛免税额度提至 10 万，各地公考时间确定利好职教龙头》2020-06-07

《中国移动开启 NB-IoT 芯片集采，物联网行业景气度持续提升》2020-06-07

《造纸景气度触底回升，挖掘二季度业绩确定性改善的个股》2020-06-06

《5 月权益基金发行大增》2020-06-06

# 内容目录

1、 总量研究 ..... 4
1.1、 宏观经济：外需冲击兑现，结构分化明显 ..... 4
1.2、 策略研究：6 月转乐观 ..... 4
2、 公司研究 ..... 5
2.1、 生益科技： 5G 及汽车电子催化高端放量，高频覆铜板护航龙头成长 ..... 5
3、 行业研究 ..... 6
3.1、 传媒在线阅读跟踪专题报告三：免费以内容及渠道为竞争力，巨头以 IP 版权构建生态 ..... 6

# 1、 总量研究

## 1.1、 宏观经济：外需冲击兑现，结构分化明显

总量上，全球经济衰退对出口的冲击以一种相对温和的方式兑现。5 月出口金额同比减少 3.3%，前值为 3.5%，从环比增速看，5 月出口表现弱于季节性，4 月则是基本符合季节性。从总量上来看，全球经济衰退对中国出口的冲击开始兑现，不过在幅度上，和可比经济体相比，目前这种冲击相对温和，4-5 月韩国出口同比降幅均超过 20%，5 月越南出口同比下降 14%。

结构上，出口存在分化，防疫物资>机电产品>劳动密集型产品。虽然 5 月欧美等发达国家重启经济，但全球疫情还在蔓延，出口防疫物资需求依旧旺盛，由于中国率先从疫情中走出，供给能力领先全球恢复，5 月包含口罩在内的纺织品出口同比增长 77.3%，较 4 月的 49.3%进一步提升，拉动出口大约 4.2 个百分点，防疫物资对平滑出口增速下行压力起着重要作用。由于欧美经济重启、供给能力回升，对 ICT 产品进口需求减弱，5 月高新技术产品与机电产品同比增速分别回落至 7.8%、-2.3%，前值分别为 10.9%、5.5%，这一现象同样存在于 4 月出口还不错而 5 月出口增速下滑的越南。劳动密集型产品出口依然疲弱，服装、玩具、家具、农产品出口增速分别为-26.9%、-10.3%、15.5%、-4.2%。

短期出口增速仍存在继续回落的压力，这也是制约后续经济修复速度的主要因素之一。目前来看，海外经济衰退是季度级别的，3-4 月是衰退加深的过程，5 月边际好转但仍处于衰退中，PMI 新出口订单处于历史极低水平，同时，随着核心国家供给能力恢复，防疫物资出口高增速的现象也难以持续，部分 ICT 产品出口需求也将继续减弱，因此，短期出口增速仍然存在继续回落的压力，由于出口具有乘数效应，对投资与消费均有影响，在复工充分与需求补偿式修复放缓后，出口会制约经济修复速度。乐观的地方在于，在海外经济季度级别衰退对出口的冲击充分兑现后，由于欧美等发达国家复工复产，我们预计 6 月开始欧美经济会出现明显扩张，外需“至暗时刻”即将过去，核心国家经济出现共振式修复，中国经济修复可能会二次加速。

**风险提示：**海外疫情二次扩散；政策落实不及预期。

## 1.2、 策略研究：6 月转乐观

5 月我们持续提示尾部风险，这个风险在两会后出现了，但幅度小于我们的预期，主要是因为经济恢复速度比我们预期的更快。虽然短期经济的恢复并不能代表长期趋势，但很有可能持续到至少 3 季度。6 月我们认为可以逐步转向乐观。进入三季度后，除了中美关系之外，可能很难找到利空了，所以我们认为，6 月出现较大尾部风险的概率在下降，如果出现小级别的调整则是进场的时点，三季度可能会有指数行情。

（1）经济 V 形反弹，导致尾部风险低于预期。4-5 月以来，中美经济意外指数均大幅抬升，已经由之前大幅低预期的状态快速回升到超预期的状态，周末公布的中国进出口数据也是继续超预期，资本市场预期的进出口大幅下行迟迟没有出现。我们认为，鉴于很多经济数据短期的回升速度是 V 形的，而且在未来一个季度内，中国疫情二次爆发的概率极低，即使认为长期经济问题依然很严重，在未来的一个季度内可能也会是偏乐观的。

进出口担心可能也可以忽略了，一方面最近两个月进出口数据韧性较强，另一

方面，随着国内经济的恢复，进出口数据的影响也会下降。经济的下一次担心可能要推迟到四季度，那时候需要关注疫情是否会二次爆发，并关注经济恢复后的中枢水平。

（2）利率的快速上行对股市影响较小。短期国内另一个变化是债券市场的剧烈波动，由于央行态度的转变，近期利率大幅上行，特别是短期利率，1 年期国债利率由 4 月底 1.1 大幅抬升到近期的 2.1，上一次类似幅度的抬升还是出现在 2016 年-2017 年底的去杠杆阶段。

利率的上行会带来保险和银行等配置资金的减少，但是考虑到近期居民认购权益型基金的热情开始快速回升，这一影响可能会被大幅对冲掉。如果由于利率或央行政策微调带来股市的波动，则将会是 6 月最完美的入场点。

行业配置建议：3 月底以来的反弹中，主要驱动力是机构投资者仓位的回补，由于对长期前景依然不明确，投资者主要增持的是长期逻辑确定的标的。利率下行和复工复产尚未对指数产生实质的影响，我们认为，从 6 月开始，到 3 季度，市场的关注点将会变为经济恢复和资金超预期，基金发行放量可能会成为影响板块风格的重要变量。我们建议：消费股继续持有，存量资金已经配置到高位，但可以期待增量资金，消费可能会阶段性类似 2 月的半导体。其他风格中我们建议关注券商、新能源车和消费电子。

**风险提示：**房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

# 2、 公司研究

## 2.1、 生益科技： 5G 及汽车电子催化高端放量，高频覆铜板护航龙头成长

公司为覆铜板龙头，技术护城河奠定良好盈利水平。公司主营覆铜板、粘结片及 PCB，是中国内地最大、全球第二的覆铜板生产企业。身为行业龙头，公司具备规模和技术优势，在高频高速领域积累深厚，高端产品占比持续加大，有效改善营收结构，盈利能力居于行业前列。

5G 和汽车电子化，驱动覆铜板行业向高频高速演进。5G 带来基站、消费电子新一轮升级换代，而基站、消费电子的普及，带动流量需求从而驱动服务器市场的复苏。由于 5G 高频高速特性，三者共同拉动高频/高速覆铜板用量的增加，从而实现行业的量价齐升。汽车电子化因智能驾驶、新能源动力的发展而深入演进，单车 PCB 用量有望从 1 ㎡增至 4 ㎡以上，从而拉动上游高频/高速覆铜板需求。

公司为稀缺国产高频覆铜板厂家，受益国产替代。通过“内研+外购”的技术路线，公司在高频高速覆铜板领域的技术积累，居国产厂商前列，在损耗正切、介电常数等指标上比肩罗杰斯的海外厂商，有望率先突破海外厂商垄断国内高端覆铜板市场的局面。此外，公司为高频高速产品储备了充分的产能，有望在下游需求爆发时及时响应。

PCB 业务借 5G 东风，有望实现量价齐升。5G 带来基站、服务器等结构性升级，使得高端 PCB 渗透率提升；同时新能源汽车加速普及，带动单车 PCB 用量增加。公司目前 PCB 业务主要集中于通信领域，对性能要求严格故产品单价高，保障了 PCB 业务较高的盈利水平。此外，未来公司有望云计算、汽车在这两个领域打开新的局面。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.86、1.10 和 1.32 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 32.96、25.90 和 21.55 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**5G 基站建设进度不及预期、疫情影响使得电子行业需求疲软、汽车行业电子化进展缓慢。

# 3、 行业研究

## 3.1、 传媒在线阅读跟踪专题报告三：免费以内容及渠道为竞争力，巨头以 IP 版权构建生态

摘要流量更迭之下，免费阅读及版权运营已成为在线阅读重要发展方向。在线阅读在经历用户高速增长后，流量红利逐渐消退，获客成本上升。部分平台尝试免费阅读，开拓下沉市场，激活市场增长空间，截至 2019Q4，免费阅读用户规模已达 2.5 亿人，同比增长超 100%，根据我们测算目前免费阅读广告市场规模约 50 亿元。同时行业内领先的部分平台深耕 IP，挖掘版权运营价值。细分领域来看，网文改编影视剧已经成熟，2019 年 TOP30 电视剧&网络剧中 IP 改编占比过半；游戏改编占比虽小但正高速发展，2019 年文学 IP 改编手游流水占比约 5%-6%，同比增速高达 52.4%；动漫改编逐步产业化、系统化，《斗罗大陆》动画年播放量 80 亿次，行业增长空间巨大。

商业模型已经跑通，免费阅读高速发展，内容及渠道为核心竞争力。2018 年起免费阅读高速发展，百度、字节跳动等互联网平台纷纷入场布局。免费阅读充分吸引对价格敏感的消费者，开拓下沉市场。综合分析各家平台的 App 数据、广告模式、内容来源及发力方向，我们认为免费阅读在内容供给及用户需求方面均与付费阅读有较大差异，商业模型为“免费+推广获客，内容+激励留存，广告+会员变现”，内容及渠道为免费阅读的核心竞争力。

版权保护浪潮下，网文版权运营模型不断完善，未来市场空间广阔。根据《2019 中国数字阅读白皮书》，2019 年数字阅读行业版权收入规模为 56.6 亿元，同比大幅增长 164.5%，占比达到 28.9%。网文衍生形式多种多样，覆盖影视、动漫、游戏等，国家版权保护升级浪潮下，衍生作品的价值大大提升。网文版权运营模型不断完善，相关流程已产业化，衍生产品与网文连载配合紧密，形成 IP 生态，未来空间广阔。

结合互联网流量和内容生态，阅文集团、掌阅科技、中文在线显著受益。阅文集团为 IP 运营龙头，加强与腾讯联动有望推动 IP 联动和内容生态发展。阅文网文内容生态叠加腾讯渠道推广实力，未来加强免费阅读具备潜力。掌阅科技免费阅读实践成功，得间小说系统成熟，自有资源丰富，输出海量免费阅读内容。掌阅版权产品涵盖阅读、影视、游戏等，2019 年营收同比增长 91.17%。中文在线凭借自有网文平台，为免费阅读提供大量优质内容。版权衍生丰富，旗下子公司鸿达以太是全国最大的有声内容提供商，Chpaters 为全球最大视觉小说平台，且公司具备影视业务，参与影视剧出品。

受益标的：阅文集团、掌阅科技、中文在线等公司。

**风险提示：**免费阅读竞争加剧、付费增速逐步放缓、IP 协同不及预期、内容合规风险、内容产出短缺、出海不及预期、打击盗版不及预期等风险。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**樊继拓，**新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

## 投资评级说明

**新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避**

| | |
|---|---|
| 推荐： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。 |
| 中性： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。 |
| 回避： | 未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。 |

市场基准指数为沪深 300 指数。

**新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避**

| | |
|---|---|
| 强烈推荐： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。 |
| 推荐： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。 |
| 中性： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。 |
| 回避： | 未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。 |

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

| | | |
|---|---|---|
| **北京** | **郝颖　销售总监** | |
| | 固话：010-69004649<br>邮箱：haoying1@xsdzq.cn | |
| **上海** | **吕莜琪　销售总监** | |
| | 固话：021-68865595 转 258<br>邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn | |
| **广深** | **吴林蔓　销售总监** | |
| | 固话：0755-82291898<br>邮箱：wulinman@xsdzq.cn | |

## 联系我们

**新时代证券股份有限公司　研究所**

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/